

Michał Brzoza-Brzezina

Polska polityka pieniężna

Badania teoretyczne i empiryczne



E
I
N
A
N
S
E



Polska polityka pieniężna

Badania teoretyczne i empiryczne

F I N A N S E

Michał Brzoza-Brzezina

Polska polityka pieniężna

Badania teoretyczne i empiryczne



Wydawnictwo C.H. Beck
Warszawa 2011

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek
Redakcja merytoryczna: Dorota Ostrowska-Furmanek
Recenzent: prof. zw. dr hab. Andrzej Sławiński

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS
Ilustracja na okładce: Patryk Kośmider/iStockphoto.com

Seria: Finanse



© Wydawnictwo C.H. Beck 2011

Wydawnictwo C.H. Beck Sp. z o.o.,
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: IDENTIA
Druk i oprawa: Elpil, Siedlce

ISBN 978-83-255-2630-6



ISBN ebook 978-83-255-2631-3

Spis treści

Wstęp	7
Podziękowania	13
1. Polska polityka pieniężna w latach 1990–2010	15
1.1. Polityka pieniężna w okresie tłumienia hiperinflacji (1990–1992)	16
1.2. Polityka pieniężna w okresie stopniowej dezinflacji (1993–2002)	21
1.3. Polityka pieniężna w okresie stabilizacji inflacji (2003–2010)	29
1.3.1. Pierwsze wstrząsy	31
1.3.2. Kryzys finansowy	37
1.3.3. Komunikacja banku centralnego z otoczeniem	41
1.4. Przystąpienie do strefy euro	42
1.5. Podsumowanie	45
2. Jak skutecznie zakończyć proces dezinflacji?	46
2.1. Koncepcja naturalnej stopy procentowej	47
2.2. Oszacowania naturalnej stopy procentowej	49
2.3. Przyczyny wysokiej naturalnej stopy procentowej	52
2.4. Podsumowanie	64
3. Czy zbyt niska inflacja może szkodzić polskiej gospodarce?	65
3.1. Zerowe ograniczenie dla nominalnych stóp procentowych	66
3.2. Sztywność w dół nominalnych wynagrodzeń	74
3.2.1. Model i dane	77
3.2.2. Wyniki	79
3.3. Podsumowanie	83
4. Czy rozwój rynku kredytów walutowych uniemożliwia NBP kontrolę kreacji kredytu?	87
4.1. Kredyt a polityka pieniężna	88
4.1.1. Kredyt w procesie transmisji	89
4.1.2. Kredyt jako wskaźnik wyprzedzający	90
4.2. Model i dane	91
4.3. Wyniki	94
4.4. Podsumowanie	100

5. Jaki wpływ na gospodarkę miało załamanie podaży kredytu podczas kryzysu finansowego?	102
5.1. Geneza kryzysu 2007–2009 i jego wpływ na gospodarkę światową	103
5.1.1. Wpływ kryzysu na gospodarkę polską	108
5.1.2. Działania władz publicznych	110
5.2. Model	113
5.3. Symulacja	122
5.4. Podsumowanie	125
6. Czy NBP powinien publikować ścieżkę stóp procentowych?	127
6.1. Przejrzystość banku centralnego	128
6.1.1. Badania nad przejrzystością	128
6.1.2. Przejrzystość w praktyce	131
6.2. Model	133
6.3. Oczekiwania	137
6.4. Wyniki	140
6.5. Podsumowanie	142
7. Czy przystąpienie Polski do strefy euro może spowodować niestabilny boom i jak się przed nim uchronić?	144
7.1. Ekspansje kredytowe	147
7.1.1. Doświadczenia Portugalii, Irlandii i Grecji	148
7.1.2. Model i wyniki	151
7.2. Działania prewencyjne	153
7.2.1. Model	156
7.2.2. Wyniki	159
7.3. Podsumowanie	166
Zakończenie	171
Bibliografia	175
Indeks	189

Wstęp

W książce zaprezentowano badania mające, w intencji autora, ułatwić prowadzenie dobrej polityki pieniężnej w Polsce. Co to jest dobra polityka pieniężna? Odpowiedź na to pytanie – choć kluczowa – nie jest łatwa. Od czasu powstania pierwszych banków centralnych w XVII wieku ich zadania i wyobrażenie o tym, jak je dobrze realizować, zmieniały się wielokrotnie. Monopol emisyjny, przyznany pierwszym bankom centralnym, miał służyć zapewnieniu dochodów skarbowi. Nowoczesna bankowość centralna, zorientowana na zapewnienie stabilności finansowej i monetarnej, zaczęła kształtować się dopiero w XIX wieku. Po drugiej wojnie światowej powszechnie uważano, że dobra polityka pieniężna powinna prowadzić do trwałego obniżenia stopy bezrobocia. Natomiast od lat osiemdziesiątych XX wieku banki centralne zaczęły być uważane za instytucje, których podstawowym zadaniem jest zapewnienie stabilności cen. Z kolei w wyniku kryzysu finansowego lat 2007–2009 wielu ekonomistów zaczęło postulować zmianę strategii polityki pieniężnej, tak by brała ona pod uwagę także stabilność finansową.

Czym zatem jest dobra polityka pieniężna? Na potrzeby niniejszej pracy zostanie ona zdefiniowana zgodnie z poglądem, jaki utarł się na ten temat w ciągu ostatnich 20–30 lat w głównym nurcie ekonomii. Zgodnie z nim, dobra polityka pieniężna realizuje następujące cele:

- ▶ zapewnia przeciętnie niską inflację,
- ▶ przy danych ograniczeniach minimalizuje wahania inflacji i produkcji.

Zasada zapewnienia przeciętnie niskiej stopy inflacji ma oparcie zarówno w badaniach empirycznych, jak i teoretycznych. Liczne opracowania empiryczne [Barro, 1995; Billi, Kahn, 2008] pokazują, że niska stopa inflacji jest w długim okresie korzystna dla wzrostu gospodarczego. Również nowokeynesowskie modele teoretyczne, wykorzystywane od końca lat dziewięćdziesiątych XX wie-

ku do analiz polityki pieniężnej [Woodford, 2003; Gali, 2008] wskazują niską (dokładnie zerową) inflację jako optymalną z punktu widzenia dobrobytu reprezentatywnego konsumenta. Dwa istotne argumenty sprawiają jednak, że w praktyce banki centralne decydują się najczęściej na osiąganie niskiej, lecz dodatniej stopy inflacji. Po pierwsze, utrzymując zerową inflację, bank centralny ryzykuje, że w przypadku negatywnego wstrząsu gospodarka wpadnie w deflację. Deflacja może być dla gospodarki szkodliwa, m.in. z powodu sztywności wynagrodzeń oraz zerowego ograniczenia dla nominalnych stóp procentowych (por. rozdz. 3 oraz [Eggertson, Woodford, 2003; Lebow i in., 2003]). Po drugie, w literaturze wskazuje się na problem zawyżania inflacji przez oficjalne wskaźniki, co wynika z nieuwzględnianej przez urzędy statystyczne poprawy jakości produktów [Lebow, Rudd, 2003; Schmitt-Grohe, Uribe, 2009]. W efekcie, rzeczywista stopa inflacji jest przeciętnie niższa niż podawana przez urzędy statystyczne. W konsekwencji, większość banków centralnych krajów rozwiniętych dąży do osiągnięcia inflacji w granicach 1–3%.

Literatura teoretyczna daje nam także odpowiedź na pytanie o krótkookresowe cele polityki pieniężnej. Czy bank centralny powinien dążyć do jak najszybszej realizacji celu inflacyjnego, jeśli inflacja się od niego odchyli? Badania nad krótkookresową wymiennością pomiędzy zmiennością inflacji i produkcji [Batini, Haldane, 1999; Fuhrer, 1997] wskazują, że dążenie do jak najszybszej stabilizacji inflacji będzie skutkowało rozchwianiem realnej sfery gospodarki (np. wysoką zmiennością produkcji). Modele nowokeynesowskie pozwalają odpowiedzieć na pytanie o kształt polityki stabilizacyjnej banku centralnego z punktu widzenia dobrobytu reprezentatywnego konsumenta [Rotemberg, Woodford, 1998]. Postępując zgodnie z kryterium maksymalizacji dobrobytu, bank centralny powinien dążyć do minimalizacji ważonej sumy wariancji inflacji i produkcji¹. Innymi słowy, władze monetarne powinny dbać zarówno o stabilność inflacji, jak i produkcji. Empiryczne badania nad regułami postępowania banków centralnych [Taylor, 1993; 1999] pokazują, że wiele banków w praktyce postępuje zgodnie z wymienionymi powyżej zasadami.

W ostatnich latach, szczególnie pod wpływem kryzysu finansowego lat 2007–2009, pojawiły się głosy, że rolą banku centralnego jest także dbanie o stabilność systemu finansowego. Szczególnie często pojawia się postulat, by banki centralne prowadziły dodatkowo nadzór makroostrożnościowy (*macroprudential supervision*) [Blanchard i in., 2010; IMF, 2010c; Ingves i in., 2010; Orphanides, 2010; White, 2010]. Zgodnie z tą koncepcją, dodatkowym zadaniem władz monetar-

¹ Należy pamiętać, że wynik ten otrzymuje się przy wykorzystaniu najprostszego modelu ze sztywnościami cenowymi. Rozbudowanie modelu o inne typy sztywności (np. płacowe) rozszerza zakres zmiennych, których wariancja wpływa na dobrobyt.

nych miałyby być pilnowanie, by w systemie finansowym nie pojawiały się nierównowagi i ryzyko o skali mogącej stanowić zagrożenie dla stabilności finansowej i makroekonomicznej. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na dwa fakty. Po pierwsze, najprawdopodobniej jeszcze sporo czasu upłynie, zanim ekonomiści dopracują się powszechnie akceptowanego rozwiązania, które umiejscawiałoby stabilność finansową w strategii i instrumentarium banku centralnego. Po drugie, większość przedstawionych w książce opracowań powstała przed wybuchem kryzysu finansowego, w czasach kiedy przedstawiona wcześniej doktryna optymalności polityki pieniężnej nie była szerzej kwestionowana. Z tych powodów, koncepcja dobrej polityki pieniężnej będzie w książce rozumiana w sposób tradycyjny. Niemniej, w pracy pojawią się również elementy związane z problematyką stabilności finansowej.

Książka zawiera opis wybranych badań nad polską polityką pieniężną, które prowadziłem w latach 2003–2010 i które, w moim odczuciu, miały ułatwić prowadzenie dobrej polityki pieniężnej. Okres ten pokrywa się zarazem z czasem, w którym Narodowy Bank Polski dążył do realizacji ciągłego celu inflacyjnego na poziomie 2,5%, a więc prowadził politykę pieniężną w sposób analogiczny do stosowanego przez wiele banków centralnych krajów rozwiniętych. W tym sensie okres ten stanowi odrębny rozdział w historii polskiej polityki pieniężnej, różny jakościowo od okresu obniżania inflacji (1990–2002). Wybrane badania dotyczą niektórych praktycznych dylematów, z jakimi zetknął się w tym czasie Narodowy Bank Polski.

W prezentowanych w książce badaniach próbowałem udzielić odpowiedzi na sześć pytań.

1. Jak skutecznie zakończyć proces dezinflacji?
2. Czy zbyt niska inflacja może szkodzić polskiej gospodarce?
3. Czy rozwój rynku kredytów walutowych uniemożliwia NBP kontrolę kreacji kredytu?
4. Jaki wpływ na polską gospodarkę miało załamanie akcji kredytowej podczas kryzysu finansowego 2007–2009?
5. Czy NBP powinien publikować ścieżkę przyszłych stóp procentowych?
6. Czy przystąpienie Polski do strefy euro może spowodować niestabilny boom i jak się przed nim uchronić?

Prezentując powyższe problemy, nie sposób uniknąć dwóch zastrzeżeń. Po pierwsze, jak wspomniano, w książce zebrane zostały badania prowadzone w latach 2003–2010. Oznacza to, że – czy to ze względu na dostęp do nowych danych, czy z uwagi na powstanie nowszych opracowań – nie zawsze przedstawiają one najbardziej aktualny stan wiedzy na dany temat. Przyjęte podejście wydaje się jednak odpowiednie w kontekście przewodniego motywu pracy – przedsta-

wienia badań odpowiadających na pytania istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej w konkretnym momencie. Odpowiadanie na nie z punktu widzenia dzisiejszej, nieraz znacznie szerszej wiedzy, zacierałoby charakter badań prowadzonych na bieżąco (w tzw. czasie rzeczywistym) i w warunkach niepewności. Utracilibyśmy zatem to, co w badaniach najciekawsze.

Po drugie, postawione pytania mają charakter szeroki, nieraz wręcz bardzo szeroki. Z tego punktu widzenia, przedstawione odpowiedzi należy traktować wyłącznie jako wskazanie pewnego sposobu analizy danego tematu i mieć świadomość, że z tymi zagadnieniami można się mierzyć na wiele różnych sposobów. W tym sensie udzielone odpowiedzi na postawione pytania należy traktować jako cząstkowe.

W pracy zaprezentowany został stosunkowo szeroki wachlarz tematów. Taki ich dobór odzwierciedla specyfikę polityki pieniężnej, której prowadzenie jest procesem niezmiernie złożonym. Władze monetarne muszą brać pod uwagę stopę inflacji, dynamikę PKB, sytuację na rynku pracy, sytuację na rynku kredytowym, kwestię komunikacji z otoczeniem i dziesiątki innych czynników. Te zagadnienia, tak jak tematy opisane w książce, tworzą kompleksowe i wzajemnie powiązane uwarunkowania, w jakich prowadzona jest polityka pieniężna. W kolejnych rozdziałach akcentowane będą zatem związki pomiędzy poszczególnymi, analizowanymi zagadnieniami.

Opracowania do niniejszej książki zostały wybrane także pod kątem różnorodności wykorzystanych technik badawczych. Współczesna ekonomia monetarna korzysta z szerokiego warsztatu badawczego, na który składają się zarówno techniki ekonometryczne, jak i modele teoretyczne. W książce prezentowane są badania wykorzystujące szeroką gamę metod ekonometrycznych (m.in. modele VECM, VAR, SVAR, SUR, modele panelowe), jak i modeli teoretycznych (analizy symulacyjne na podstawie małego modelu nowokeynesowskiego, wielokrajowego modelu równowagi ogólnej i modelu DSGE z sektorem finansowym). Z tego punktu widzenia dodatkowo celem pracy może być zaprezentowanie stosunkowo szerokiej klasy metod ilościowych wykorzystywanych wspólnie do analizy polityki pieniężnej. Należy jednak zaznaczyć, że wykorzystane techniki stanowią tylko niewielką część bogactwa współcześnie stosowanych metod.

Różnorodność wykorzystanych narzędzi może prowokować do zadania pytania o spójność otrzymanych wyników. Czy zakładanie w jednym modelu, że podmioty formułują oczekiwania racjonalnie, a w innym, że podlegają procesowi adaptacyjnego uczenia, jest poprawne? Czy spójne jest zakładanie w jednym modelu, że w gospodarce występuje sektor bankowy, a pomijanie tego faktu w innym? Moim zdaniem zdecydowanie tak. Model ekonomiczny jest tylko modelem, czyli bardzo uproszczonym obrazem rzeczywistości. Dzięki temu uprosz-

czeniu, model pomaga nam zrozumieć dane zjawisko. Komplikowanie modelu (np. wprowadzanie adaptacyjnego uczenia czy sektora bankowego) jest uzasadnione tylko wtedy, jeśli jest niezbędne do zrozumienia zagadnienia, które model ma objaśniać. Rozbudowywanie każdego modelu o wszelkie możliwe cechy otaczającego świata jest drogą donikąd – taki model będzie zbyt skomplikowany, by cokolwiek objaśnić. Prace wykorzystane w książce były publikowane w krajowych i zagranicznych czasopismach i monografiach, między innymi w „Banku i Kredycie”, „Economics of Transition”, „Ekonomiście”, „Journal of International Money and Finance”, a także „Working Papers” Europejskiego Banku Centralnego, Banku Austrii i Narodowego Banku Polskiego. Jednak w tej książce wyniki badań zostały przedstawione w sposób odmienny niż w oryginalnych artykułach. Więcej miejsca poświęcono umiejscowieniu danego badania w kontekście aktualnych (w czasie jego prowadzenia) potrzeb krajowej polityki pieniężnej. W szczególności temu zagadnieniu został poświęcony cały pierwszy rozdział, w którym wymienione pytania badawcze zostały przedstawione na tle polskiej polityki pieniężnej i wyzwań, przed którymi stawał NBP w latach 2003–2010. Skrócono natomiast część techniczną, ograniczając zakres prezentowanych szczegółowych wyników.

Znaczna część zagadnień, choć znana w literaturze światowej, analizowana była dla gospodarki polskiej po raz pierwszy. Dotyczy to m.in. szacunków naturalnej stopy procentowej i oszacowania korzyści z publikacji ścieżki stóp procentowych przez Narodowy Bank Polski. Inne zagadnienia, takie jak kwestia gwałtownych ekspansji kredytowych po przystąpieniu niektórych krajów regionu do strefy euro czy częściowej utraty kontroli nad agregatami kredytowymi w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w wyniku rozwoju rynku kredytów walutowych, miały w swoim czasie – jak sądzę – charakter nowatorski także z punktu widzenia literatury międzynarodowej.

Książka składa się z siedmiu rozdziałów. W pierwszym, przedstawiona zostanie polityka pieniężna w latach 1990–2010 ze szczególnym uwzględnieniem okresu stabilizowania inflacji (CPI) na poziomie 2,5%. Na tym tle sformułowane zostaną pytania badawcze, będące punktem wyjścia opracowań wykorzystanych w kolejnych rozdziałach. I tak, w drugim rozdziale badana będzie kwestia naturalnej stopy procentowej jako punktu odniesienia dla banku centralnego dążącego do stabilizacji inflacji. W rozdziale trzecim analizowana będzie kwestia optymalnej stopy inflacji i związanego z nią zagadnienia sztywności w dół wynagrodzeń. Rozdział czwarty zostanie poświęcony kwestii utraty kontroli nad agregatami kredytowymi przez Narodowy Bank Polski w obliczu gwałtownego wzrostu popularności kredytów walutowych. W rozdziale piątym zostanie przedstawione badanie, w którym szacowany jest wpływ na gospodarkę polską gwałtownego zacieśnienia kryteriów przyznawania kredytów przez banki ko-

mercyjne, z którym mieliśmy do czynienia w latach 2008–2009. W rozdziale szóstym analizowana będzie kwestia publikacji ścieżki oczekiwanych, przyszłych stóp procentowych przez NBP – ze szczególnym uwzględnieniem porównania związanych z tym korzyści z korzyściami z publikacji projekcji makroekonomicznej. Ostatni, siódmy rozdział wybiega w przyszłość. Przedstawiono w nim badania nad niebezpieczeństwem wystąpienia destabilizacji makroekonomicznej w wyniku przystąpienia względnie ubogiego kraju, takiego jak Polska, do strefy euro. Książkę kończy podsumowanie, w którym zebrane zostaną najważniejsze wnioski.

Podziękowania

Ta książka nie powstałaby (a przynajmniej byłaby nieporównanie gorsza), gdyby nie życzliwość i pomysłowość osób, które na różnych etapach czytały, komentowały bądź recenzowały artykuły źródłowe lub finalną postać książki. Szczególne podziękowania należą się w tym miejscu profesorom Ryszardowi Kokoszczyńskiemu, Zbigniewowi Polańskiemu i Andrzejowi Sławińskiemu, których cenne uwagi pomogły mi ulepszyć zarówno treść, jak i formę książki.

Część spośród przedstawionych w książce badań powstała we współpracy z zaprzyjaźnionymi ekonomistami. Praca w zespole przyczynia się do podniesienia jakości opracowania – w zespole łatwiej o nowe pomysły na rozwiązanie pojawiających się problemów, łatwiej rozszerzyć zakres prac, łatwiej wyeliminować błędy. W odniesieniu do przedstawionych badań moimi współautorami byli Tomasz Chmielewski, Pascal Jacquinet, Marcin Kolasa, Joanna Niedźwiedzińska, Krzysztof Makarski i Jacek Socha, którym niniejszym pragnę serdecznie podziękować za świetną współpracę. Szczegółowy podział zadań pomiędzy poszczególnych autorów został przedstawiony w aneksie.

Serdeczne podziękowania składam także moim koleżankom i kolegom z Narodowego Banku Polskiego i ze Szkoły Głównej Handlowej oraz zaprzyjaźnionym i bliżej nieznanym ekonomistom, którzy zgłaszali uwagi do tekstów źródłowych podczas licznych seminariów (m.in. w Banku Austrii, Banku Hiszpanii, Banku Szwajcarii, Europejskim Banku Centralnym i Narodowym Banku Polskim) i konferencji (m.in. Atlantic Economic Association Meeting, Center for European Studies Workshop, Central Bank Macroeconomic Modeling Workshop, Econometric Society Meeting, Euroframe, European Economic Association Meeting, Small Open Economies in a Globalized World i Warsaw International Economic Meeting). Liczne, cenne uwagi otrzymałem także podczas serii seminariów Katedry Polityki Pieniężnej Szkoły Głównej Handlowej.

Chciałbym także wyrazić wdzięczność osobom, które pomogły przy redakcji oraz wydaniu książki: mojej żonie Agnieszce, Pani Dorocie Ostrowskiej-Furmanek z Wydawnictwa C.H. Beck, Panom Dariuszowi Jadowskiemu oraz Andrzejowi Rzońcy z NBP. Wreszcie, szczególne podziękowania należą się moim rodzicom i dziadkom za dostarczanie mi nieustających bodźców do pisania niniejszej książki.

1 Polska polityka pieniężna w latach 1990–2010

Od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku polska polityka pieniężna przebyła długą drogę. Dziś, kiedy Rada Polityki Pieniężnej zaostrza politykę z powodu przekroczenia przez inflację celu na poziomie 2,5% wskaźnika CPI, trudno uwierzyć, że w styczniu 1990 r. roczna stopa inflacji przekroczyła 1000%. W kolejnych latach Narodowy Bank Polski wykorzystał szeroki wachlarz strategii polityki pieniężnej. Kurs walutowy, początkowo sztywny, ewoluował poprzez systemy kursów pełzających w kierunku kursu płynnego. Wyznaczanie pośrednich celów monetarnych zostało zastąpione przez strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Jednocześnie następowały głębokie zmiany instytucjonalne, określające zadania i pozycję Narodowego Banku Polskiego, ewoluowały instrumenty polityki pieniężnej, zmieniał się sektor bankowy i mechanizm transmisji monetarnej.

Niniejszy rozdział zostanie poświęcony omówieniu polskiej polityki pieniężnej w latach 1990–2010. Moim celem jest zarówno podsumowanie tego niezwykle interesującego z punktu widzenia polityki banku centralnego okresu, jak również umiejscowienie w kontekście historycznym badań, prezentowanych w dalszych rozdziałach książki. Analizowany okres nie zostanie jednak potraktowany w sposób jednorodny – stosunkowo mniejszą uwagę poświęcę okresowi obniżania inflacji 1990–2002, większą zaś czasom, w których bank centralny prowadził politykę pieniężną ukierunkowaną na stabilizowanie inflacji na poziomie 2,5%. Takie ujęcie wynika z kilku przyczyn. Po pierwsze, pionierskie lata polskiej polityki pieniężnej zostały już stosunkowo dobrze opisane w licznych publikacjach [Polański 2003, 2004; Kokoszcyński, 2004, Szpunar, 2000]. Po drugie, okres po 2002 r. stanowi swoistą nową jakość w polskiej polityce pieniężnej – po raz pierwszy od dziesięcioleci NBP prowadził politykę zbliżoną zarówno co do założeń, jak i charakteru do polityki banków centralnych więk-

szości krajów rozwiniętych. Po trzecie, badania przedstawione w dalszej części pracy odnoszą się właśnie do okresu stabilizacji inflacji w Polsce, tak więc naturalne wydaje się poświęcenie uwagi przede wszystkim temu ostatniemu okresowi.

Przed przystąpieniem do opisu polityki pieniężnej NBP konieczne jest sformułowanie następującej, istotnej uwagi. W niniejszym rozdziale niejednokrotnie prezentowano ocenę polityki NBP sformułowaną *ex post*, na podstawie wiedzy dostępnej w momencie jego pisania. Tak sformułowanej oceny nie należy utożsamiać z oceną decyzji podejmowanych na bieżąco przez bank centralny, te bowiem oparte były z natury rzeczy na informacjach dostępnych w momencie decydowania, a więc na zbiorze informacyjnym węższym i gorszej jakości od zbioru dostępnego *ex post*. Możliwe jest zatem wystąpienie sytuacji, w której z późniejszego punktu widzenia dana decyzja okazała się błędna, choć była właściwa z punktu widzenia wiedzy dostępnej w momencie jej podejmowania¹. Ponadto, należy pamiętać, że żaden bank centralny nie jest w stanie utrzymać inflacji na stałym poziomie. Z jednej strony, znaczna część procesów inflacyjnych wynika z czynników niezależnych od władz monetarnych (np. zaburzenia na rynkach surowców czy żywności). Z drugiej, instrumenty polityki pieniężnej oddziałują na gospodarkę ze znacznym, sięgającym w niektórych przypadkach kilku kwartałów opóźnieniem.

1.1. Polityka pieniężna w okresie tłumienia hiperinflacji (1990–1992)

Na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku rozpoczął się w Polsce proces przechodzenia od gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej. Punktem kulminacyjnym tego procesu było przyjęcie w grudniu 1989 r. planu stabilizacyjnego zwanego, od nazwiska głównego autora, planem Balcerowicza. W momencie przyjmowania planu sytuacja gospodarcza kraju była katastrofalna. Inflacja CPI w ujęciu rok do roku sięgnęła w grudniu 1989 r. 640%, rynkowy kurs walutowy ulegał szybkiej deprecjacji (o 120% w 1989 r.), zaufanie do waluty krajowej było dramatycznie niskie, a gospodarka zaczynała wchodzić w recesję (wzrost PKB o 0,2% w 1989 r., spadek produkcji przemysłowej o 6% w IV kw. 1989 r. w stosunku do IV kw. 1988 r.)². Do podstawowych ce-

¹ Przykładem takiej sytuacji może być zaostrenie polityki pieniężnej w 2004 r. opisane w podrozdz. 1.3.

² Dane dotyczące inflacji, kursu walutowego, PKB i produkcji przemysłowej wykorzystane w tym rozdziale pochodzą z Biuletynu Statystycznego GUS.

łów programu stabilizacyjnego należało stłumienie hiperinflacji³ oraz rozpoczęcie procesu liberalizowania gospodarki [Balcerowicz, 1997, s. 352–388; Beksiak i in., 2003, s. 131–143]⁴.

W nurt przemian systemowych wpisała się także zmiana charakteru banku centralnego. Ustawa o NBP ze stycznia 1989 r. tworzyła zręby nowoczesnej bankowości centralnej w Polsce, nakładając na NBP obowiązek „umacniania pieniądza polskiego”. Dodatkowo, w ramach nowelizacji tej ustawy z grudnia 1989 r., polityka banku centralnego została określona mianem „pieniężnej”, co stanowiło jakościową różnicę w stosunku do wcześniejszych uregulowań, zgodnie z którymi bank centralny miał za zadanie realizację planu kredytowego, polegającego na pasywnym kredytowaniu podmiotów gospodarczych. Bank centralny miał zatem stać się aktywnym podmiotem polityki gospodarczej, dbającym o stabilność pieniądza [Polański 1995, rozdz. 3 i 4]. Niemniej, w przynajmniej jednym aspekcie Narodowy Bank Polski nie spełniał jeszcze standardów w pełni niezależnego banku centralnego, mógł bowiem nabywać na rynku pierwotnym skarbowe papiery wartościowe, co w praktyce oznaczało możliwość pokrywania deficytu budżetowego bezpośrednio w banku centralnym [Kokoszyczyński 2004, s. 205–213]. Taka praktyka była w przeszłości niejednokrotnie przyczyną hiperinflacji [Cagan 1956]. Zapis ten został zmieniony dopiero w Ustawie o Narodowym Banku Polskim⁵ z 1997 r.

Realizacja programu stabilizacyjnego była zadaniem skomplikowanym, co w znacznej mierze wiązało się z charakterystyką ówczesnych procesów inflacyjnych. Z jednej strony, istotną rolę odgrywała w nich gwałtowna kreacja pieniądza, związana m.in. z bezpośrednim finansowaniem deficytu budżetowego w banku centralnym. Z drugiej strony, ważną rolę odgrywała inflacja korekcyjna [Bauc i in., 1996], związana z dopasowaniem cen do poziomu równowagi po okresie ich sztucznie zaniżania w gospodarce planowej⁶. Procesy inflacyjne napędzała także ucieczka podmiotów od złotego, skutkująca wzrostem szybkości obiegu pieniądza krajowego i szybkim przyrostem depozytów walutowych [NBP, 1991]. Na powyższe procesy nakładał się problem miękkiego ograniczenia budżetowego przedsiębiorstw (głównie państwowych), co napędzało wzrost kosztów, cen sprzedaży i wynagrodzeń. Dlatego, biorąc pod uwagę specyfikę ów-

³ W literaturze występują różne definicje hiperinflacji. Na przykład Cagan [1956] uważa za hiperinflację dłuższy okres inflacji przekraczającej 50% miesięcznie. Z kolei Reinhart [2010] definiuje hiperinflację jako inflację roczną przekraczającą 500%. Inflacja odnotowana w Polsce w latach 1989–1990 spełnia wyłącznie tę drugą definicję.

⁴ Szerzej o przemianach gospodarczych lat dziewięćdziesiątych XX w. piszą także: Baka [1999], Beksiak [2001], Gomułka [1995], Kołodko [1992, 1999] i Rosati [1998].

⁵ Dz.U. z 1997 r., nr 140, poz. 938.

⁶ Szerzej o tym aspekcie gospodarki planowej pisał m.in. Kornai [1985, s. 470–479].

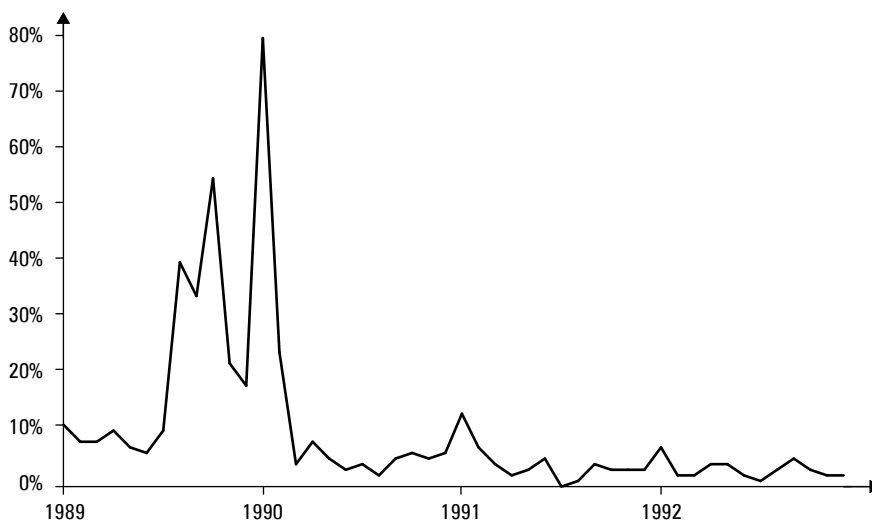
czesnych procesów, polityka antyinflacyjna była w początkowym okresie realizowana wspólnie przez rząd i bank centralny. Do 1992 r. polityka pieniężna nie była autonomiczną częścią polityki gospodarczej, lecz została podporządkowana realizacji programu stabilizacyjnego [Kokoszcyński, 2004, s. 226].

Program stabilizacyjny oparty został na trzech filarach. Po pierwsze, bank centralny zaczął prowadzić politykę wysokich (dodatnich w ujęciu realnym) stóp procentowych. Miało to zachęcić gospodarstwa domowe do zwiększenia oszczędności złotych oraz ograniczyć finansowanie kredytem szybko rosnących wynagrodzeń w przedsiębiorstwach. Jednocześnie bank wyznaczał cele pośrednie w postaci wzrostu podaży pieniądza i wykorzystywał administracyjne limity kredytowe do ich realizacji. Po drugie, wprowadzony został sztywny kurs walutowy względem dolara amerykańskiego, co miało służyć ustabilizowaniu cen importu i oczekiwań inflacyjnych, a także zwiększyć zaufanie uczestników życia gospodarczego do złotego [Polański, 1993, s. 98–100]. Trzecim elementem polityki antyinflacyjnej było wykorzystanie podatku od ponadnormatywnego wzrostu wynagrodzeń, zwanego w skrócie popiwkiem⁷. Wykorzystanie tego nierynkowego i niestandardowego instrumentu wiązało się ze wspomnianym wcześniej miękkiem ograniczeniem budżetowym przedsiębiorstw. Podejrzewano, że nieprzyzwyczajone do praw rynku przedsiębiorstwa państwowe nie zareagują w odpowiedni sposób na podniesienie stóp procentowych i nadal będą zaciągać kredyty na poczet wypłat wynagrodzeń, nie przejmując się ryzykiem bankructwa [Balcerowicz, 1992, s. 44–48].

Wprowadzenie pakietu stabilizacyjnego zaczęło szybko przynosić efekty. Inflacja, która w styczniu 1990 r., w ujęciu miesiąc do poprzedniego miesiąca wyniosła prawie 80%, spadła w lutym do 24%, by w kolejnych miesiącach obniżyć się do wartości jednocyfrowych (rys. 1.1). Korekta cen, połączona z głębokim spadkiem realnych zasobów pieniądza szybko doprowadziły do pojawienia się w gospodarce bariery popytu i powstania rynku konsumenta [Balcerowicz, 1992, s. 71]. Skurczenie się popytu wewnętrznego zostało jednak okupione znacznym spowolnieniem gospodarczym. Tylko w styczniu produkcja przemysłowa spadła w ujęciu rok do roku o 29% (rys. 1.2), natomiast spadek PKB w 1990 r. wyniósł⁸ 11,6%. Jednocześnie nastąpiła gwałtowna aprecjacja realnego kursu walutowego, znacząco zmniejszając konkurencyjność eksportu (rys. 1.3). Nastąpił też głęboki spadek realnych wynagrodzeń (o 31% rok do roku w I kw. 1990 r.).

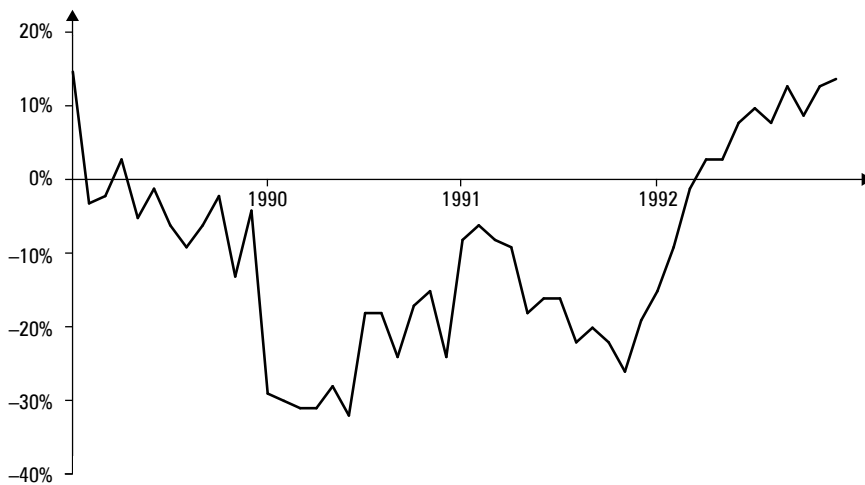
⁷ Formalnie podatek został wprowadzony w 1986 r. (Dz.U. z 1985 r., nr 55, poz. 278), a w 1989 r. jedynie został włączony do pakietu stabilizacyjnego. Na jego mocy na wynagrodzenia, których dynamika przekraczała ustaloną przez rząd maksymalną stopę wzrostu, nakładany był podatek od 200% do 500%.

⁸ Istotną przyczyną załamania gospodarki był także rozpad RWPG.



Rysunek 1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w latach 1989–1992 (zmiana w proc. wobec poprzedniego miesiąca)

Źródło: GUS (Biuletyn Statystyczny).



Rysunek 1.2. Produkcja sprzedana przemysłu w latach 1989–1992 (zmiana w proc. wobec analogicznego miesiąca poprzedniego roku)

Źródło: GUS (Biuletyn Statystyczny).